

Ecuador
 Primer Seguimiento

PRIMERA TITULARIZACIÓN DE CARTERA COMERCIAL PYMES PROCREDIT

Calificación

Tipo Serie	Calif. Inicial	Calif. actual	Último cambio
Uno	AAA	AAA	--
Dos	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura:

	Serie 1	Serie 2
Monto de emisión	USD 40 millones	USD 30 millones
Plazo	1,800 días	1,800 días
Amortización Capital	Trimestral, Pagos de capital iguales	Anual, Pagos de capital iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	63% de TPP*	68% de TPP*
Base cálculo intereses	360 días	360 días

*Reajutable trimestralmente en función de la tasa promedio ponderada de la cartera titularizada.

Punto de Equilibrio: Un valor.

Activo Subyacente: Cartera comercial pymes originada por Banco ProCredit S.A.

Principales participantes:

- **Originador:** Banco ProCredit S.A. (ProCredit)
- **Administrador Cartera:** Banco ProCredit S.A.
- **Agente de Manejo:** Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Fiducia S.A.)
- **Agente Pagador:** Fiducia S.A.
- **Custodio de Documentos de Crédito:** Fiducia S.A.
- **Estructurador Financiero:** Casa de Valores Amazonas Capital Markets S.A.
- **Estructurador Legal:** Fiducia S.A.

Contactos

Patricia Pinto
 (593 2) 2922 426 ext. 103
ppinto@bwratings.com

Carlos Ordóñez
 (593 2) 2269 767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de “AAA” a los títulos que emitirá el **Fideicomiso Primera Titularización de Cartera Comercial Pymes ProCredit, Series 1 y 2**. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, esta calificación “corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación asignada a las series 1 y 2 se fundamenta en la capacidad de cada serie de ser pagada en tiempo y forma dentro de un escenario de pérdidas y prepago consistente con la calificación AAA.

Al inicio de la titularización, el activo transferido al Fideicomiso permitirá cubrir un escenario de deterioro de su calidad de hasta 18.7%, o 3.0 veces la pérdida bruta base. Por otro lado, si se toma en cuenta la pérdida neta luego de recuperaciones legales, estimada en 2.80%, dicha cobertura se incrementa a 6.7 veces. El mecanismo de reinversión de flujos generados por la cartera, previsto en la estructura, permitirá que la estructura se fortalezca aún más en el tiempo.

El riesgo de liquidez de esta titularización proviene principalmente del hecho de que, mientras que en el tiempo el plazo remanente de los títulos se reduce, no existe una limitación en el Fideicomiso respecto al plazo de la Cartera que ingresará en el transcurso de la vida de la titularización como parte de los canjes y sustituciones de cartera.

FECHA COMITE: Marzo 28, 2013

INFORMACIÓN A: Febrero de 2013

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditado. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



Este riesgo se encuentra mitigado por la aplicación de un modelo a ser utilizado por la Fiduciaria, que permitirá visualizar el efecto de dichos canjes y sustituciones de Cartera en la liquidez requerida para el pago en tiempo y forma de los dividendos a pagarse. Dicho modelo incorpora un factor de estrés para validar que, aún en desviaciones elevadas del flujo frente a lo proyectado, se mantenga la fortaleza de liquidez de la estructura.

Adicionalmente, se establece un Fondo de Reserva que mantendrá un monto fijo que cubrirá en todo momento al menos un mes de provisión para el pago de los dividendos a los Inversionistas, lo cual cubriría posibles desfases intermensuales que no se pudieran apreciar en dicho modelo de liquidez.

Se han evaluado positivamente las políticas de inversión y manejo de efectivo establecidas en el Contrato de Fideicomiso.

Consideramos que la estructura legal de este proceso permite independizar los riesgos del Fideicomiso de aquellos del Originador adecuadamente, lo cual de acuerdo a nuestra metodología nos permite otorgar a los valores una calificación distinta y en este caso más alta que la del Originador cuya calificación emitida por nosotros es de AAA-.

La función de Administrador de Cartera la realizará el Originador a través de un contrato firmado con el Administrador Fiduciario, sin embargo la responsabilidad última de esta administración recae sobre este último quien debe recibir los flujos de la Cartera máximo en tres días hábiles después de su recuperación. Los Flujos de propiedad del Fideicomiso se manejarán en cuentas independientes de las del Originador y estarán totalmente controladas por el Administrador Fiduciario como Representante Legal del Fideicomiso.

Se han evaluado las políticas y procedimientos de originación y la administración de créditos de tipo comercial Pymes por parte de ProCredit, la cual ha sido aprobada satisfactoriamente por la Calificadora.

Consideramos que Fiducia S.A Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles, tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del Fideicomiso.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso, cuya minuta tendrá que ser elevada a escritura pública, previo al a emisión de valores, para su plena vigencia.

Por otro lado, para que haya operado la transferencia de dominio de los documentos de crédito, estos deberían estar entregados “físicamente” a Fiducia S.A, en su calidad de Representante Legal del Fideicomiso. Cada transferencia de activos deberá estar fundamentada en un documento en el que conste la cesión de todos y cada uno de los instrumentos de crédito y en la verificación de que en cada uno de los documentos se haya hecho la cesión correspondiente.

Una vez que el Fideicomiso esté vigente y que haya operado la transferencia de dominio de los Activos, los acreedores del Fideicomiso tendrán el primer grado de prelación en cuanto a los derechos sobre los Activos Transferidos.

HECHOS RELEVANTES

El 21 de marzo de 2013 se realiza una reforma al Contrato del Fideicomiso, a través de la cual se realizan principalmente los siguientes cambios:

- 1) Si bien el monto y el procedimiento de uso del Fondo de Reserva se mantiene, se lo elimina como Mecanismo de Garantía, definiéndolo en cambio como un mecanismo de afianzamiento de la estructura. Por tanto, la sobrecolateralización queda establecida como único Mecanismo de Garantía.
- 2) Se modifican los montos mínimos de cartera titularizada y cartera sobrecolateral que deben ser transferidos al Fideicomiso previamente a la emisión de los títulos. El saldo insoluto mínimo de la cartera titularizada se incrementa de USD 74,026,020.31 a USD 74,760,903.18, mientras que el de la cartera sobrecolateral disminuye de USD 10,043,419.59 a USD 9,748,064.12. El efecto neto de la reforma es un incremento en el nivel de cartera a transferirse de USD 439,527.40.
- 3) Se sustituye el informe de estructuración financiera, el cual actualiza su análisis con datos de la cartera a diciembre-2012. Adicionalmente se completan las definiciones de los campos incluidos en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos.

En nuestro criterio, estos cambios no modifican la capacidad de pago de la titularización, reflejada en la calificación otorgada.

**PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente análisis se ha fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato de Fideicomiso, Reglamento de Gestión y contrato de Administración de Cartera
- Reforma al contrato del Fideicomiso realizada el 21 de marzo de 2013.
- Informe de estructuración financiera reformado el 21 de marzo de 2013.
- Información sobre el comportamiento histórico de la Cartera entre enero-2007 y junio-2012.
- Actualización de la muestra de cartera a titularizar, con corte febrero-2013.
- Informe de calificación global de Banco ProCredit publicado en diciembre-2012.
- Información operativa y financiera sobre FIDUCIA S.A., agente de manejo de la presente titularización.

ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

Por favor remitirse a anexos 1 y 2.

ANÁLISIS DE ESTRÉS**Pérdidas brutas estimadas de la cartera de créditos comerciales pymes**

La calificadora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida potencial alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida potencial es definida como la multiplicación de la frecuencia de la pérdida o pérdida bruta, y la severidad de la pérdida o pérdida neta. La pérdida bruta por categoría de riesgo ha sido estimada combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la Cartera comercial Pymes de Banco ProCredit.

La calificadora analizó la evolución histórica de la morosidad de los créditos comerciales pymes colocados por Banco ProCredit desde enero 2007 hasta junio 2012. Estos datos se agruparon de acuerdo a su trimestre de originación, evidenciando el comportamiento de la morosidad de cada cosecha de créditos. Se proyectó la pérdida futura de las camadas más nuevas en función del comportamiento de las camadas más antiguas y se calculó un promedio de tales pérdidas, obteniendo así un escenario base de pérdidas de la cartera.

La pérdida bruta base (antes de recuperación legal) estimada para esta titularización fue de 6.20%, la cual se mantiene en el presente seguimiento.

Al inicio de la titularización, y considerando los montos mínimos de cartera *titularizada* y *sobrecolateral* a ser transferidos al Fideicomiso, así como los recursos del *fondo de reserva*, el activo transferido permitirá cubrir un escenario de deterioro de su calidad de hasta 18.7%, o 3.0 veces la pérdida bruta base. Por otro lado, si se toma en cuenta la pérdida neta luego de recuperaciones legales, estimada en 2.80%, dicha cobertura se incrementa a 6.7 veces.

Recuperaciones por vía legal

La calificadora asume dentro de sus escenarios de estrés distintos supuestos de recuperación de los créditos en mora a través de la vía legal, en función de las características del sistema judicial local y del monto y calidad de las garantías de los créditos transferidos al Fideicomiso.

Cabe indicar que el 97% del monto de la cartera *titularizada* y *sobrecolateral* a transferirse está respaldado por garantía hipotecaria, y para los posteriores canjes y sustituciones de cartera, el 100% de los créditos entregados deberán contar con garantía hipotecaria, y una relación entre la deuda y su avalúo (a precios de realización) de máximo 76.92% para el 90% de los créditos y 83.33% para el 10% restante.

Para realizar la estimación de la recuperación local, el análisis parte de la relación deuda – avalúo de la cartera actual y futura, ajustándola por supuestos de depreciación del bien, venta a precios de realización, costos legales y judiciales.

Para este proceso, la recuperación por vía legal de los créditos en mora se estimó en 54.84% de su saldo insoluto, dentro de un escenario de estrés AAA. Adicionalmente, se asume un tiempo de demora del proceso judicial de 36 meses contados a partir del momento que el crédito es demandado judicialmente.

Prepago

El prepago de los créditos acelera la recuperación legal del capital de los créditos titularizados, reduciendo al mismo tiempo la generación de intereses frente a lo proyectado de acuerdo a su tabla de amortización. Mientras mayor sea la diferencia entre la tasa de los créditos titularizados y la tasa activa que ofrece el sistema financiero, mayor será la probabilidad de prepago.

Cabe mencionar que el Originador tiene la potestad, pero no la obligación, de realizar trimestralmente canjes del efectivo excedente por



cartera nueva que cumpla las características mínimas establecidas en el contrato del Fideicomiso, lo cual de darse mitigaría dicho riesgo. Caso contrario, dicho efectivo permanecerá en el Fideicomiso, lo cual disminuirá la rentabilidad promedio del activo titularizado.

Dentro del modelo de análisis se evalúa la capacidad de la estructura de realizar el pago de los títulos en tiempo y forma, bajo diversos escenarios de prepago, y asumiendo supuestos respecto al reemplazo o no de dicho prepago por nueva cartera.

Para determinar el prepago proyectado de la cartera, se analizó el comportamiento del mismo desde enero-2007 hasta junio-2012. Con base en dicho análisis se estableció en la calificación inicial la evaluación de la estructura en un rango de prepago entre 0% y 20%, bajo la metodología de tasa de prepago constante (CPR). Este rango de prepago se utiliza también el presente seguimiento.

Riesgo de Liquidez de la Estructura

El riesgo de liquidez de esta titularización proviene principalmente del hecho de que, mientras que en el tiempo el plazo remanente de los títulos se reduce, no existe una limitación en el Fideicomiso respecto al plazo de la cartera que ingresará en el transcurso de la vida de la titularización como parte de los canjes y sustituciones de cartera.

Este riesgo se encuentra mitigado por la aplicación de un modelo a ser utilizado por la fiduciaria, que permitirá visualizar el efecto de dichos canjes y sustituciones de cartera en la liquidez requerida para el pago en tiempo y forma de los dividendos a pagarse. Dicho modelo incorpora un factor de estrés para validar que, incluso en desviaciones elevadas del flujo frente a lo proyectado, se mantenga la fortaleza de liquidez de la estructura.

Adicionalmente, el Fondo de Reserva mantendrá un monto fijo que cubrirá en todo momento al menos un mes de provisión para el pago de los dividendos a los inversionistas, lo cual cubriría posibles desfases intermensuales que no se pudieran apreciar en dicho modelo de liquidez.

Gastos de operación proyectados

Los gastos de operación del Fideicomiso serán cancelados con cargo a un fondo rotativo integrado por la suma de USD 20,000, que deberá ser repuesta con los flujos del Fideicomiso o mediante aporte del Originador. La suma inicial fue aportada por el Originador en el momento de la constitución del Fideicomiso.

Entre los gastos que se estima deberá afrontar el Fideicomiso se encuentran los honorarios de la Fiduciaria, auditoría externa, calificación de

riesgos, mantenimiento de la inscripción en la Superintendencia de Compañías y Bolsas de Valores, entre otros.

Adicionalmente, si bien Banco ProCredit no facturará al Fideicomiso por la administración de cartera, la calificadora considera el escenario en el que existiera en el futuro un cambio de administrador de cartera y por tanto se genere este gasto en el futuro.

Sensibilizaciones al flujo de caja del título

El modelo de análisis utiliza el flujo de caja teórico del activo a transferirse al Fideicomiso (*titularizado* y *sobrecolateral*) y lo ajusta de acuerdo a los supuestos de pérdida, recuperación y prepago, utilizados en el escenario de estrés correspondiente a cada categoría de calificación. El flujo resultante de cada período, una vez descontados los gastos proyectados, se compara con los pagos programados de capital e interés que deberá realizar el Fideicomiso a los inversionistas para cumplir en tiempo y forma con el pago de los títulos a emitirse. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

Si bien la muestra actual de cartera comprende créditos con un saldo insoluto total de USD 88.4MM, en el modelo de análisis se consideran los montos mínimos establecidos en la escritura para la cartera (USD 84.5MM).

Mediante la utilización de distintos múltiplos se determinaron los niveles de pérdida bruta a modelar para los distintos escenarios correspondientes a cada categoría de calificación. La calificación otorgada refleja la capacidad de la estructura de pagarse en tiempo y forma, con una pérdida que represente al menos 5 veces la estimada como escenario base.

En este caso se realizó el análisis bajo escenarios de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA para las dos series. Se determinó que las series 1 y 2 pueden pagarse en tiempo y forma dentro de este escenario.

La estructura dispone que todo el capital e interés del grupo de cartera llamada *titularizada*, luego de la cobertura de gastos y provisiones requeridas, sea reinvertida a través del canje de los flujos por cartera que Banco ProCredit tiene la potestad de entregar, siempre que esta cumpla con las características mínimas establecidas en el contrato del Fideicomiso. Con respecto al grupo de cartera llamado *sobrecolateral*, este se manejará de forma similar hasta que, en conjunto con la cartera *titularizada* y el efectivo existente en el Fideicomiso, se supere en 33.33% al saldo insoluto



de los títulos emitidos. Una vez llegado a ese nivel, se permitirán devoluciones en efectivo, únicamente de aquel procedente de la cartera *sobrecolateral*.

El mecanismo explicado anteriormente, permitirá que la fortaleza de la estructura crezca en el tiempo.

ACTIVO DE RESPALDO

La escritura del Fideicomiso define como mecanismo de garantía a la sobrecolateralización de cartera, y como mecanismo de afianzamiento al fondo de reserva. La cartera transferida se divide en *cartera sobrecolateral* y *cartera titularizada*.

Fondo de Reserva:

Es un fondo de recursos en efectivo que servirá para honrar los pasivos con inversionistas en caso de que los *flujos titularizados* y los *flujos sobrecolaterales* efectivamente recibidos por el Fideicomiso no sean suficientes para tal efecto en un momento dado. Este fondo servirá para cubrir desfases de liquidez dentro del mes hasta que se recupere todo el efectivo esperado para dicho período.

En tal sentido si llegada la fecha en que deban efectuarse pagos a los inversionistas no han ingresado al Fideicomiso suficientes flujos que permitan cumplir con tales pagos, la Fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde el Fondo de Reserva lo permita, a fin de honrar, al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata del capital insoluto de los valores de cada uno de ellos.

El Fondo de Reserva se conformará a través de la provisión y retención de la suma correspondiente que permita cubrir el **2.25% de los valores efectivamente colocados de la serie Uno** y el **2.2917% de los valores efectivamente colocados de la Serie Dos** el momento de la colocación.

Si se llegaren a colocar todos los valores, el valor máximo del Fondo de Reserva alcanzará un monto de USD 1, 587,510.

El Fondo de Reserva será repuesto, de ser necesario, a través de la retención mensual de los flujos recibidos por el Fideicomiso, hasta que el mismo alcance su nivel mínimo señalado en el párrafo anterior. Se aclara que el Fondo de Reserva no será repuesto por el Originador.

Cartera a Transferirse al Fideicomiso.

El contrato del Fideicomiso establece, entre otras, las siguientes características mínimas que debe cumplir la cartera de crédito comercial pymes transferida inicialmente al Fideicomiso:

- Que la deuda no haya sido reestructurada,
- tener una morosidad máxima de 30 días a la fecha de aporte,
- contar con una garantía prendaria o hipotecaria,
- que su tipo de tasa de interés sea reajutable,
- tener un capital original mínimo de USD 2,000 y un capital original máximo USD 200,000,
- que el porcentaje de saldo insoluto por cobrar entre USD 100,000 y 200,000 no supere el 10% de la cartera vigente;
- que el monto promedio máximo de la cartera *titularizada* sea de USD 50.000;
- tener una periodicidad de pago máximo trimestral; y,
- que la cobertura mínima de su garantía sea de al menos el 120%.

En el caso de ser persona natural, el tipo de actividad del cliente será: negocio propio.

Las características antes mencionadas deberán ser certificadas por el Originador, a través de una declaración juramentada a realizarse en forma previa a tal transferencia.

Para la cartera que ingrese posteriormente, como parte de los canjes y sustituciones de cartera comercial pymes, se establecen, entre otras, las siguientes características, las mismas que también deberán ser certificadas por el Originador a través de una declaración juramentada a realizarse en forma previa a la transferencia:

- Que la deuda no haya sido reestructurada;
- tener una morosidad máxima de 30 días a la fecha de aporte;
- contar con una garantía exclusivamente hipotecaria;
- que su tipo de tasa de interés sea reajutable;
- tener un capital original máximo de USD 200.000;
- que el porcentaje de saldo insoluto por cobrar entre USD 100,000 y USD 200,000 no supere el 10% de la cartera vigente;
- que el monto promedio máximo de la cartera *titularizada* sea de USD 50.000;
- tener una periodicidad de pago máximo trimestral; y,
- que el 90% de la cartera tenga una garantía cuya cobertura mínima sea del 130% y que el



10% de la cartera tenga una garantía cuya cobertura mínima sea del 120%.

En el caso de ser persona natural, el tipo de actividad del cliente será: negocio propio.

La escritura dispone que el saldo insoluto a transferirse inicialmente debe ser de al menos USD 74,026,020.26 de cartera denominada *titularizada* y USD 9,748,068.12 de cartera *sobrecolateral*. Considerando los dos montos anteriores y el Fondo de Reserva, el Fideicomiso contaría con un exceso de sobrecolateral de 22.99% frente al monto a emitirse, lo cual cubriría inicialmente un deterioro de la cartera de hasta 19.05%.

En la calificación inicial se analizó la preselección de la cartera a transferirse, la cual cumplía con las características antes indicadas. Para este seguimiento de calificación, hemos recibido el detalle preliminar de cartera a transferirse, actualizado a febrero-2013, cuyas principales características se muestran a continuación:

Características Cartera	Cartera Titularizada	Cartera Sobrecol.	Total
Cartera analizada (capital)	76,017,661	12,355,313	88,372,975
Número de Créditos	2,558	775	3,333
Saldo Promedio por Crédito	29,718	15,942	26,515
Plazo original promedio	46.00	33.00	44.18
Plazo transcurrido promedio	9.00	17.00	10.12
Plazo remanente promedio	36.00	15.00	33.06
Tasa prom. ponder. cartera	11.07%	11.07%	11.07%
% Créditos > \$100,000	3.65%	0.00%	3.14%
% Personas Naturales	98.29%	95.45%	97.89%
% con Garantía Prendaria	5.18%	9.73%	5.81%
% con Garantía Hipotecaria	97.55%	94.06%	97.06%
Promedio Deuda / Garantías	48.81%	28.26%	45.94%

La cartera analizada está conformada por 3333 créditos de cartera comercial pymes originados por Banco ProCredit. Los créditos se encuentran distribuidos en los dos grupos que dispone la escritura del Fideicomiso: *cartera titularizada* y *cartera sobrecolateral*.

Si bien el saldo agregado llega a USD 88.4MM, la transferencia formal de la cartera podría ajustarse hasta el mínimo establecido en la escritura del Fideicomiso (USD 74.0MM y 10.0MM para la cartera *titularizada* y *sobrecolateral*, respectivamente.)

De acuerdo a la información recibida, los créditos cumplirían con las características mínimas establecidas para la cartera a transferir inicialmente, salvo por 13 créditos, que si bien a la fecha de corte muestran una cobertura menor al 120%, al considerar la amortización realizada en marzo de 2013 logran superar dicho porcentaje.

La cartera analizada mantiene características similares a la revisada en la calificación inicial. El plazo transcurrido de la cartera es en promedio de 10 meses, reflejando una cartera poco madura.

Con respecto al plazo promedio remanente, este es de 33 meses, inferior al plazo original de los títulos a emitirse (60 meses). No obstante, conforme las amortizaciones de Cartera sean canjeadas por nueva cartera, dicho promedio podría variar considerablemente.

La tasa de interés promedio de la cartera, que en su totalidad se reajusta en función de la tasa pasiva referencial, se mantiene fija en 11.07%. La tasa de todos los créditos se encuentra limitada por la tasa máxima legal para el segmento comercial pymes.

El 97.0% de los créditos analizados tienen garantía hipotecaria, porcentaje que se espera mantenga una tendencia a incrementarse, considerando que todos los canjes y sustituciones de cartera se harán con créditos respaldados con garantía hipotecaria.

Por último, la relación promedio del indicador deuda – garantía se encuentra en 45.9%, lo cual se encuentra dentro de los parámetros del Banco y es mejor que la cobertura mínima establecida por la escritura. A través de los canjes y sustituciones este indicador podría incrementarse.

BANCO PROCREDIT S.A.

(Originador y Administrador de Cartera)

Banco ProCredit S.A, Originador de la presente titularización y futuro administrador de la cartera a transferirse al Fideicomiso, es una institución ecuatoriana que forma parte de la red de 21 bancos del grupo ProCredit Holding AG & Co. KGaA, enfocado en la concesión de crédito y otros servicios bancarios en economías de transición y países en desarrollo de Europa del Este, América Latina y África. La Institución se encuentra en el país desde el año 2001.

El Banco mantiene una calificación global de riesgo de crédito en escala local de AAA-, otorgada por Bankwatch Ratings. Dicha calificación se encuentra sustentada en el soporte y control de su principal accionista ProCredit Holding AG & Co. KGaA, que posee una calificación en escala de inversión internacional otorgada por Fitch de "BBB-", con perspectiva estable. Consideramos que ProCredit Holding AG & Co. KGaA cuenta con la fortaleza y disposición de proveer soporte financiero a su subsidiaria ecuatoriana, con la cual comparte su metodología y tecnología para el control de riesgos, y las mejores prácticas del grupo financiero internacional.

La calificación considera también el buen desempeño histórico de ProCredit en el País, la calidad de sus activos y su bajo grado de exposición al riesgo. Su negocio enfocado al segmento de microcrédito mantiene una buena



penetración en el mercado, y actualmente administra más de la tercera parte de la Cartera concedida por la banca de microempresa, con bajos niveles de morosidad.

El Banco mantiene una fuerte integración con el grupo al que pertenece, y es administrado localmente de acuerdo a la visión y valores corporativos del Grupo.

De forma similar, las políticas de crédito del Banco se encuentran alineadas con las del Grupo, con adaptaciones de acuerdo a las características del mercado y la normativa local. Así mismo, el Banco comparte con su Grupo aplicativos tecnológicos que apoyan la aplicación de la metodología utilizada, que se encuentra enfocada principalmente en el segmento de la muy pequeña, pequeña y mediana empresa.

Una vez revisados los procedimientos de originación y cobranza de la Institución, consideramos que el Banco tiene la suficiente capacidad técnica y humana para desenvolverse adecuadamente como Administrador de Cartera de esta titularización.

La Fiduciaria se halla autorizada a dar por terminado el contrato de administración de cartera en caso de incumplimiento del mismo, y a suscribir un nuevo contrato de administración de cartera de acuerdo a los términos y condiciones y con la institución que establezca el Comité de Vigilancia, o la misma Fiduciaria en el caso que el Comité de Vigilancia no lo hiciere dentro del plazo máximo de cinco días hábiles contados desde que así lo hubiere requerido la Fiduciaria.

FIDUCIA S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS MERCANTILES

(Agente de Manejo)

FIDUCIA S.A. es una empresa administradora de fondos y fideicomisos inscrita en el Registro del Mercado de Valores desde el 21 de febrero de 1996, y autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización desde octubre de 2001.

Consideramos que esta empresa tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para desempeñarse adecuadamente como Administradora del presente fideicomiso.

La empresa cuenta con un manual operativo interno que contiene los parámetros técnicos, y manuales de procedimiento que le acreditan como Administrador Fiduciario.

Consideramos que los sistemas de información, la infraestructura y recursos tecnológicos son adecuados para sus funciones.

Los principales funcionarios de la compañía cuentan con formación profesional y técnica y experiencia en el mercado.

Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles cuenta con 86 funcionarios, de los cuales 46 trabajan en Quito y 40 en Guayaquil. Dicho personal se encuentra repartido en el área Administrativa, Legal, de Riesgos, de Fondos, Contable, Operativa, Tecnológica, y de Apoyo y Mensajería.

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN Y ESTRUCTURA

Destino de la Emisión

El Originador destinará los recursos de esta operación para ampliar las fuentes de financiamiento en el mercado local que le permitan contar con recursos a largo plazo para el crecimiento de la Cartera de créditos, otorgando plazos adecuados a las necesidades de los clientes crediticios empresariales que el Originador atiende.

Características de la Emisión

El Fideicomiso Mercantil Primera Titularización Cartera Comercial Pymes ProCredit emitirá valores de contenido crediticio por hasta 70 millones, divididos en dos series de igual prelación, con un plazo total de 1,800 días. Todos los valores tendrán la misma fecha de emisión, que será aquella que corresponda a la primera colocación.

Las dos series realizan pagos de interés trimestral, con una tasa reajutable con la misma periodicidad, de acuerdo a la tasa promedio ponderada de la *cartera titularizada* calculada al fin del último día del mes anterior a la fecha de pago, multiplicada por un factor determinado para cada serie.

Por su parte, la amortización del capital se realizará trimestralmente para la serie 1 y con periodicidad anual para la 2. En ambos casos, la amortización se realizará en cuotas iguales de capital.

Para efectos de amortización de capital y pago de intereses de los valores de las series, se considerará una base de 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.



Descripción de la Estructura

La principal fuente de pago de los valores a emitirse es la cartera a transferirse al Fideicomiso. Para ello el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso, a título de fideicomiso mercantil irrevocable y en forma previa a la emisión de valores, *cartera titularizada* y *cartera sobrecolateral* por un saldo insoluto de capital que permita cubrir al menos los montos mínimos establecidos a continuación:

Cartera sobrecolateral: Instrumentos de crédito por un saldo insoluto de capital de al menos USD9,748,064.12. La *cartera sobrecolateral* constituye el mecanismo de garantía de la presente titularización que es la sobrecolateralización. También se considerará como *cartera sobrecolateral* a aquellos instrumentos de crédito que sustituyan a estos y que lleguen a ser transferidos al Fideicomiso en virtud de la sustitución o canjes de la *cartera sobrecolateral* que se realicen conforme los términos y condiciones previstos en el contrato de Fideicomiso.

Cartera titularizada: Instrumentos de crédito por un saldo insoluto de capital de al menos USD74,760,903.18. La *cartera titularizada* permitirá amortizar el capital y honrar la tasa de interés de los valores.

También se considerará como *cartera titularizada* a aquellos instrumentos de crédito que sustituyan a estos y que lleguen a ser transferidos al Fideicomiso en virtud de la sustitución o canjes de la *cartera titularizada* que se realicen conforme los términos y condiciones establecidas en el contrato de Fideicomiso.

En el evento que no lleguen a colocarse todos los Valores dentro del plazo previsto por las normas legales y reglamentarias pertinentes y su prórroga, el Fideicomiso procederá a restituir al Originador, la parte proporcional de la *cartera titularizada* y de la *cartera sobrecolateral* equivalente al porcentaje de valores no colocados para lo cual la Fiduciaria aplicará el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos.

Para efectos de la transferencia de dominio de la cartera el Originador procederá a efectuar los endosos o cesiones, según corresponda, en cada uno de los instrumentos de crédito, sin responsabilidad. Atendiendo lo dispuesto en los artículos mil ochocientos cuarenta y cuatro (1844) del Código Civil y noventa y cinco (95) del Código de Procedimiento Civil, ni el Originador ni la Fiduciaria ni el Fideicomiso efectuarán notificación alguna a los respectivos deudores respecto de la transferencia de dominio de la cartera.

En lo relativo a las garantías de la cartera, se procederá de la siguiente manera:

- En el caso de contratos de prendas, el Originador y el Fideicomiso suscribirán la cesión correspondiente en cada uno de tales contratos; y adicionalmente, deberá procederse con el respectivo reconocimiento de firmas y rúbricas. Ni el Originador ni la Fiduciaria ni el Fideicomiso harán la inscripción de la cesión en el Registro Mercantil ni la notificación a los deudores correspondientes sino cuando se requiera tal particular para ejecutar la garantía en caso de mora en el pago de la cartera.
- En el caso de hipotecas, el Originador y el Fideicomiso suscribirán la cesión correspondiente en cada uno de tales contratos; y adicionalmente, deberá procederse con el respectivo reconocimiento de firmas y rúbricas. Ni el Originador ni la Fiduciaria ni el Fideicomiso harán la inscripción de la cesión en el Registro de la Propiedad ni la notificación a los deudores correspondientes sino cuando se requiera tal particular para ejecutar la garantía en caso de mora en el pago de la cartera.

En el caso de las pólizas de seguro contra todo riesgo sobre los bienes sobre los cuales se hallan constituidas las garantías de la Cartera, el Originador entregará a la Fiduciaria, una o varias certificaciones emitidas por las compañías aseguradoras emisoras de tales pólizas, de las cuales se desprenda que el Fideicomiso es el nuevo beneficiario de las mismas.

En el caso de existir pólizas de seguro de desgravamen de la Cartera, el Originador entregará a la Fiduciaria, una o varias certificaciones emitidas por las compañías aseguradoras emisoras de tales pólizas, de las cuales se desprenda que el Fideicomiso es el nuevo beneficiario de las mismas.

Cuentas e inversiones temporales

La Fiduciaria debe abrir una o varias cuentas de ahorros o corrientes, en las cuales se manejarán los recursos del Fideicomiso, en cualquier institución bancaria del país, distinta del Originador, que tenga una calificación de riesgo ecuatoriana de "AA-" o superior otorgada por una calificador de riesgos del país autorizada por la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Superintendencia de Compañías del Ecuador.

Se exceptúa de lo antes estipulado, la cuenta de ahorros o corriente que el Fideicomiso abra en el Originador, a efectos de recibir en ella los flujos recaudados por la cobranza de la Cartera que realice el Originador, mientras este actúe como



Administrador de Cartera, y siempre y cuando los Flujos recaudados sean transferidos hacia la cuenta permanente del Fideicomiso dentro de los tres días hábiles posteriores.

Mientras los recursos monetarios del Fideicomiso no deban ser destinados conforme las instrucciones estipuladas en el Contrato de Fideicomiso, deberán permanecer depositados en las cuentas de ahorros o corrientes de titularidad del Fideicomiso, pudiendo también ser invertidos en productos de inversión determinados por el Originador, siempre y cuando cumplan los siguientes parámetros mínimos: a) instrumentos o valores de renta fija, emitidos directamente por bancos del país, distintos del Originador o de su grupo financiero, a un plazo o disponibilidad de hasta 90 días. Las mencionadas instituciones financieras del país deberán tener una calificación de riesgo de “AA-” o superior otorgada por una calificadora de riesgos del país debidamente autorizada por la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Superintendencia de Compañías del Ecuador.

Sin perjuicio de lo antes indicado, la Fiduciaria se halla autorizada para vetar las instrucciones de inversión remitidas por el Originador, si a su solo criterio tal instrucción no cumple con los parámetros antes indicados, pudiendo la Fiduciaria, en dicho caso o en caso de falta de instrucción, proceder a realizar las inversiones que a su criterio sí cumplan con tales parámetros o a mantener tales recursos en las cuentas de ahorros o corrientes de titularidad del Fideicomiso.

Al efecto se deja expresa constancia que la Fiduciaria no será responsable, ni se hallará obligada a responder por las inversiones realizadas ni por los recursos mantenidos en las cuentas de ahorros o corrientes, en el evento de que las instituciones donde se mantengan las mismas llegaren a incumplir sus compromisos u obligaciones o por cualquier pérdida que llegare a generarse por tales situaciones.

Los rendimientos que generen los recursos monetarios del Fideicomiso, tanto en las cuentas de ahorros o corrientes como en las inversiones que lleguen a realizarse, pasarán a incrementar el patrimonio del Fideicomiso y formarán parte de los flujos.

Orden de Prelación

Desde la fecha de emisión, la Fiduciaria debe recibir del Administrador de Cartera todos los flujos que se generen por la cobranza y recuperación de la cartera, hasta dentro de tres días hábiles inmediatos posteriores a la fecha en la que se haya efectivizado la recaudación, y proceder a

destinar los flujos titularizados y los flujos sobrecolaterales, de ser insuficientes los primeros, periódicamente de acuerdo a la siguiente **prelación:**

1. Provisionar y retener la suma que sea necesaria para reponer el Fondo Rotativo en caso de haber disminuido su valor inicial.
2. Provisionar y retener la suma que sea necesaria para reponer el Fondo de Reserva, hasta que el mismo alcance su nivel mínimo establecido.
3. Provisionar y retener, para el caso de los valores correspondientes a la Serie Uno, la suma mensual equivalente a un tercio del valor del próximo dividendo de capital e intereses de los valores efectivamente colocados que venzan en el trimestre inmediatamente posterior; y, para el caso de los Valores correspondientes a la Serie Dos, la suma mensual equivalente a un doceavo del valor del próximo dividendo de capital de los valores efectivamente colocados que venzan en el año inmediatamente posterior y la suma mensual equivalente a un tercio del valor del próximo dividendo de interés de los valores efectivamente colocados que venzan en el trimestre inmediatamente posterior. Si en un determinado mes no se hubiera podido realizar la provisión prevista en este numeral, el saldo faltante deberá ser provisionado en el siguiente mes en forma adicional al monto que corresponda provisionar en tal mes conforme el Contrato de Fideicomiso.

El pago de los pasivos con inversionistas se los realizará en dólares de los Estados Unidos de América, a menos que entre en vigencia en el Ecuador una norma a través de la cual se disponga que las obligaciones deben ser canceladas en una moneda distinta al dólar de los Estados Unidos de América; o, los deudores de la Cartera puedan o deban realizar sus pagos en una moneda distinta al dólar de los Estados Unidos de América, casos en los cuales el Fideicomiso cancelará los pasivos con inversionistas en tal moneda y aplicando el tipo de cambio dispuesto en la norma que determinó tal modificación.

Devolución de Efectivo

La estructura prevé devolución de efectivo sin canje con cartera, solamente de la cartera sobrecolateral y siempre y cuando en conjunto con la cartera titularizada y el efectivo que se quede en el Fideicomiso se supere en 33.33% al saldo insoluto de los títulos.



La evaluación sobre esta posibilidad se realizará de forma trimestral dentro de los cinco primeros días de cada trimestre y para concretarse tendrán que haberse cumplido las siguientes condiciones:

1. que se hayan colocado los valores en su totalidad o que se haya terminado la posibilidad de su colocación según las normas legales;
2. que el Fondo Rotativo se encuentre en el nivel requerido;
3. que el Fondo de Reserva se encuentre en el nivel requerido;
4. que las provisiones previstas para el próximo pago de capital e intereses de los títulos se encuentren en su nivel requerido;
5. que se haya realizado el pago del respectivo dividendo trimestral o anual anterior, según corresponda, a los inversionistas, de acuerdo a lo establecido en el Contrato;
6. que la Razón de Cobertura haya alcanzado el nivel del quince por ciento (15%);

En el caso de que se hubieren cumplido tales condiciones, se seguirá el procedimiento descrito a continuación:

1. La Fiduciaria calculará el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “Exceso de Sobrecolateral Existente (ESE)”, aplicando la siguiente fórmula: Saldo insoluto de Cartera Sobrecolateral más Flujos Sobrecolaterales existentes menos saldo insoluto de los Valores emitidos por 1.15.
2. La Fiduciaria calculará el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “Exceso de Colateral Existente (ECE)”, aplicando la siguiente fórmula: Saldo insoluto de capital de Cartera más Flujos menos Saldo insoluto de capital de Valores por 1.3333. En este cálculo no se debe considerar el saldo insoluto de la Cartera que presente cuotas vencidas mayores a 90 días.
3. Si el resultado de aplicar esta fórmula es negativo, la Fiduciaria informará al Originador que no procede ninguna devolución de recursos líquidos hasta el siguiente trimestre, donde se repetirá este análisis.
4. Por el contrario, si el resultado de aplicar esta fórmula es positivo, la Fiduciaria calculará los Flujos Sobrecolaterales *libres*, descontando de los Flujos Sobrecolaterales existentes aquellos que perteneciendo al Flujo Sobrecolateral

estuvieran comprometidos para cubrir otros gastos, cuentas por pagar del Fideicomiso y/o provisiones.

5. Si los Flujos Sobrecolaterales *libres* son negativos, la Fiduciaria informará al Originador que no procede ninguna devolución de recursos líquidos hasta el siguiente trimestre, donde se repetirá este análisis.
6. Por el contrario, si los Flujos Sobrecolaterales *libres* son positivos, la Fiduciaria calculará los Flujos Sobrecolaterales máximos por devolver, que corresponderán al mínimo entre los siguientes valores: (i) los Flujos Sobrecolaterales *libres*, (ii) “Exceso de Colateral Existente (ECE)”, y c) El valor equivalente a la Razón de Cobertura.
7. La Fiduciaria ingresará en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos el valor correspondiente a los Flujos Sobrecolaterales máximos por devolver y se tendrá en cuenta lo siguiente:

(i) Si el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es diferente a 0, no se procederá con ninguna devolución de efectivo en el trimestre de análisis.

(ii) Si el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es 0, pero el campo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” es diferente a 0, la Fiduciaria deberá ingresar en el Modelo un valor inferior al correspondiente al correspondiente a los Flujos Sobrecolaterales máximos por devolver, que permitan que el campo del Modelo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” sea 0. Dicho valor se considerará como los Flujos Sobrecolaterales a devolver al Originador.

(iii) Si tanto el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” como el campo del Modelo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” son iguales a 0, se definirán Flujos Sobrecolaterales a devolver al Originador por un monto igual al valor propuesto por devolver.

Una vez establecidos los Flujos Sobrecolaterales a devolver al Originador, la Fiduciaria procederá a



informarle al Originador de la posibilidad de devolverle tales recursos. Si el Originador acepta la devolución, se procederá con la misma en un período no mayor a tres días hábiles posteriores a la fecha de aceptación al Originador.

Canje de Efectivo por Nueva Cartera

Trimestralmente, una vez ejecutado el procedimiento establecido para las restituciones de flujos sobrecolaterales excedentes a las que haya lugar de acuerdo a lo establecido en el contrato del Fideicomiso, el Originador podrá ejercer su derecho a canjear los recursos en efectivo, producto de la recuperación de la cartera, por nuevos instrumentos de crédito que podrán ser transferidos al Fideicomiso por el Originador, para lo cual, la Fiduciaria dentro de los cinco días hábiles posteriores al inicio de cada trimestre deberá verificar:

1. que el Fondo Rotativo se encuentre en su nivel requerido;
2. que el Fondo de Reserva se encuentre en su nivel requerido;
3. que las provisiones previstas para el próximo pago de capital e intereses de los títulos (numeral 9.13.3, cláusula novena del contrato) se encuentren en su nivel requerido;
4. que se haya realizado el pago del respectivo dividendo trimestral o anual anterior, según corresponda, a los Inversionistas, de acuerdo a lo establecido en el Contrato.

Si una o más de estas condiciones no se cumplen, la Fiduciaria no aceptará la solicitud del Originador respecto del canje de Cartera en el período trimestral analizado. Por el contrario, si todas las condiciones antes descritas se cumplieran, la Fiduciaria establecerá si es que existen excedentes de Flujos correspondientes a cartera titularizada y/o a cartera sobrecolateral que puedan ser canjeados por nueva Cartera.

En ningún caso el saldo insoluto de la cartera que el Originador propondrá al Fideicomiso para efectuar el canje, podrá ser menor al efectivo a entregarse como parte de la misma operación.

Para el caso de canjes de efectivo que proceda de Cartera Titularizada, se calcularán los Flujos Titularizados *libres* restando del saldo del Flujo Titularizado, los recursos que se encontraran comprometidos para el Fondo Rotativo, Fondo de Reserva, provisiones previstas para el pago del próximo dividendo y cualquier otra provisión que limite su disponibilidad. En ningún caso los Flujos Titularizados destinados para la realización del

canje descrito podrán superar el monto de los Flujos Titularizados *libres*.

Para el caso de canjes de efectivo que proceda de cartera sobrecolateral, se calcularán los Flujos Sobrecolaterales *libres*, restando del Flujo Sobrecolateral existente aquellos que estuvieran comprometidos para cubrir otros gastos, cuentas por pagar del Fideicomiso y/o provisiones. En ningún caso los Flujos Sobrecolaterales destinados para la realización del canje podrán superar el monto de los Flujos Sobrecolaterales *libres*.

Una vez realizada la operación descrita anteriormente, la Fiduciaria comunicará al Originador de la existencia o no de Flujos Titularizados *libres* y Flujos Sobrecolaterales *libres*, disponibles para el canje solicitado, quien podrá solicitar a la FIDUCIARIA proceder a efectuar el canje de recursos por Cartera de acuerdo al siguiente procedimiento:

1. En caso de que el Originador desee proceder con el canje de efectivo, ya sea producto del Flujo Titularizado o del Flujo Sobrecolateral, este conjuntamente con su solicitud en tal sentido, entregará a la Fiduciaria un detalle de la cartera que propone entregar, con información cortada al fin del mes inmediatamente anterior. Dicha información debe contener al menos un detalle señalando que la cartera a canjear cumple con las características previstas en el contrato del Fideicomiso y una proyección del flujo teórico de capital e interés de dicha Cartera de acuerdo a su tabla de amortización vigente. En el caso de la proyección del flujo teórico de interés, se utilizará la tasa de interés vigente de cada crédito como tasa de interés de los pagos futuros del mismo.
2. Siempre y cuando la cartera mencionada efectivamente cumpla con lo previsto en el punto anterior, la Fiduciaria ingresará la información de dicha cartera a recibir, sea cartera titularizada o cartera sobrecolateral, y los Flujos Titularizados *libres* o Flujos Sobrecolaterales *libres* según corresponda; en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos, para determinar si el canje solicitado por el Originador procede o no.
3. En caso de existir devoluciones de efectivo de cartera sobrecolateral; canjes de Cartera o sustituciones de Cartera, que se encontraran en proceso de ejecución, el efecto neto de dichas operaciones en el flujo mensual deberán incluirse en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos con el signo respectivo, en el campo



denominado *Ajuste por operaciones propuestas autorizadas y en proceso de ejecución*.

Una vez realizado el procedimiento citado anteriormente, la Fiduciaria procederá de la siguiente forma para calcular los Flujos Titularizados libres a canjear y Flujos Sobrecolaterales libres a canjear, según corresponda, de la siguiente manera:

1. Si el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es diferente a 0, el Originador podrá optar por cualquiera de las siguientes alternativas:
 - (i) Entregar a cambio de los recursos líquidos a canjear, únicamente Cartera que tenga un plazo por vencer igual o inferior al plazo remanente de los Títulos emitidos a la fecha de corte. En este caso, los Flujos Titularizados libres a canjear o Flujos Sobrecolaterales libres a canjear, según corresponda, serán iguales al saldo insoluto de la Cartera que entregará al Fideicomiso; o,
 - (ii) Entregar a cambio de los recursos líquidos a canjear, Cartera que de acuerdo a la sumatoria de sus tablas de amortización, tenga amortizaciones de capital futuras dentro del plazo remanente de vigencia de los Títulos emitidos, cuyo monto sea igual o superior al monto de los Flujos Titularizados libres a canjear o Flujos Sobrecolaterales libres a canjear, según corresponda.
2. Si el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es 0, y el campo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” es diferente a 0, la Fiduciaria procederá a reducir en el Modelo, el monto del efectivo a entregar en virtud del canje, hasta encontrar un monto que permita que el “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” sea 0. Una vez determinado dicho monto, este se convertirá en el Flujo Titularizado libre a canjear o Flujo Sobrecolateral libre a canjear, según corresponda.
3. Si tanto el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” como el “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” son iguales a 0, el monto utilizado en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos como “devolución propuesta de

efectivo” será el Flujo Titularizado libre a canjear o Flujo Sobrecolateral libre a canjear, según corresponda.

4. El Originador, luego de que la Fiduciaria le informara respecto de los resultados de la aplicación del Modelo, podrá seleccionar una cartera distinta que deberá evaluarse nuevamente de acuerdo a lo establecido en los párrafos anteriores; o podrá también abstenerse de realizar el canje. En este último caso, el efectivo se mantendrá en el Fideicomiso para la próxima validación trimestral.
5. De haber decidido el Originador realizar el canje de efectivo, ya sea de Flujos Titularizados o Flujos Sobrecolaterales, la Fiduciaria entregará el efectivo producto del canje dentro del día posterior a la recepción de los instrumentos de crédito que respaldan la cartera y a la declaración juramentada respecto de las características de la cartera, en las condiciones aquí previstas.

Todos los cálculos, para realizar el análisis descrito previamente, deberán hacerse con información cortada a fin del mes inmediatamente anterior.

Los costos, gastos, honorarios y tributos que demande el cumplimiento de esta obligación, serán de cuenta del Originador.

Sustitución de Cartera

El Originador tendrá la potestad más no la obligación de sustituir cartera vencida en el Fideicomiso que supere los 30 días de mora o la cartera de clientes que deseen realizar nuevas operaciones de crédito con el Originador respaldados por la misma garantía aportada al Fideicomiso.

La sustitución de cartera podrá aplicar tanto para cartera Titularizada como para cartera sobrecolateral, sin embargo de lo cual, el procedimiento previsto para la mencionada sustitución deberá ejecutarse de forma independiente para los dos grupos antes anotados.

La solicitud de sustitución de cartera por parte del Originador deberá incluir la indicación de cuáles instrumentos de crédito desea recibir, así como el detalle de la cartera que propone entregar, con información cortada al fin del mes inmediatamente anterior. Dicha información debe contener al menos las características de la cartera especificadas en el Contrato de Fideicomiso, y una proyección del flujo teórico de capital e interés de dicha cartera de acuerdo a su tabla de amortización. En el caso de la proyección del flujo teórico de interés, se utilizará a la tasa de interés vigente de cada crédito



como tasa de interés de los pagos futuros del mismo.

El saldo insoluto de la cartera que el Originador propondrá entregar como para efectos de la sustitución, no podrá en ningún caso ser inferior al saldo insoluto de la cartera que se propone sustituir.

Siempre y cuando la cartera propuesta por el Originador cumpla con las características y demás requisitos previstos en el Contrato del Fideicomiso, la Fiduciaria ingresará la información de la mencionada cartera titularizada o cartera sobrecolateral a recibir, y de la cartera a sustituir en el Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos.

De existir sustituciones de cartera en proceso de ejecución, el efecto neto de dichas operaciones en el flujo mensual del Fideicomiso deberá incluirse con el signo respectivo, en el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “ajuste por operaciones propuestas autorizadas y en proceso de ejecución”.

Una vez realizado el procedimiento anterior la Fiduciaria procederá de la siguiente forma a determinar si procede o no la sustitución de cartera solicitada:

1. Si el campo del MODELO DE ANÁLISIS DE COBERTURA DE FLUJOS denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es diferente a 0, el Originador podrá optar por cualquiera de las siguientes alternativas:
 - 1.1. Entregar al Fideicomiso a cambio de la cartera a sustituir, únicamente cartera que tenga un plazo por vencer igual o inferior al plazo remanente de los Títulos emitidos.
 - 1.2. Entregar al Fideicomiso a cambio de la cartera a sustituir, cartera que de acuerdo a la sumatoria de sus tablas de amortización, tenga amortizaciones de capital futuras dentro del plazo remanente de vigencia de los Títulos emitidos, cuyo monto sea igual o superior al saldo insoluto de la Cartera a sustituir.
2. Si el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” es 0, y el campo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” es diferente a 0, la Fiduciaria procederá a solicitar al Originador una nueva cartera propuesta por entregar como parte de la sustitución, hasta encontrar un monto que permita que el campo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” sea 0.

3. Si tanto el campo del Modelo de Análisis de Cobertura de Flujos denominado “mayor déficit acumulado antes de operación propuesta” como el campo denominado “mayor déficit acumulado después de operación propuesta” son iguales a 0, la Fiduciaria aceptará la operación propuesta de sustitución de cartera.

Una vez aprobada la operación de sustitución de cartera, el Originador deberá entregar al Fideicomiso la cartera correspondiente para efectos de la sustitución, y únicamente recibida dicha cartera y la declaración juramentada respecto de las características de la misma en las condiciones previstas en el contrato del fideicomiso, la Fiduciaria procederá con la entrega al Originador de la cartera de propiedad del Fideicomiso a sustituirse en un plazo no mayor de tres días hábiles contados a partir de dicha entrega.

Redención Anticipada

La Fiduciaria tendrá que declarar la redención anticipada de los valores en los casos, términos y condiciones señalados en el Contrato de Fideicomiso y que se detallan a continuación:

Constituyen causales para que la Fiduciaria declare una redención anticipada las siguientes:

- a) Si los deudores de la cartera prepagan el 100% de los créditos.
- b) Si en la Ecuador entra a regir una norma en virtud de la cual se disponga la inmovilización o movilización limitada de recursos, estando los recursos del Fideicomiso sometidos a ese régimen y ello implique que no puedan honrarse los pasivos con inversionistas o pasivos con terceros.
- c) Si, por cualquier motivo, no es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el presente Fideicomiso, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo cinco días hábiles posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago de los Valores.
- d) Si el Fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por cualquier razón o circunstancia.

La Redención Anticipada consiste en el derecho, mas no en la obligación de que, una vez producidos cualquiera de los referidos eventos, y en los términos y condiciones estipulados en esta cláusula, la Fiduciaria puede proceder a utilizar todos los recursos existentes en el Fideicomiso, a excepción del Fondo Rotativo, para abonar o cancelar los Valores de manera anticipada.



Para tal efecto, la Fiduciaria, por cuenta del Fideicomiso, podrá acudir a los Flujos recaudados de la cartera; a los recursos existentes en las cuentas del Fideicomiso, a excepción del Fondo Rotativo; y/o, a los recursos obtenidos producto de la enajenación de cartera.

Se deja expresa constancia que de haberse producido cualquiera de los referidos eventos, y por ende la declaración de redención anticipada, la restitución de cualquier activo o derecho al Originador quedará suspendida, hasta cuando se haya logrado honrar íntegramente los pasivos con inversionistas.

La redención anticipada no constituye el vencimiento anticipado de los valores, en virtud de lo cual, efectuada esta declaración de redención anticipada por parte de la Fiduciaria, ningún inversionista podrá demandar al Fideicomiso por el pago anticipado de ningún rubro de los valores.

Efectuada la declaración de Redención Anticipada la Fiduciaria podrá realizar una o más de las siguientes gestiones: (i) dar por terminado el Contrato de Administración de Cartera, y gestionar, a través de terceros contratados al efecto, la recaudación de la Cartera; y/o, (ii) obtener recursos en virtud de la enajenación de la cartera, hallándose

la Fiduciaria facultada para negociar los términos y condiciones de tal o tales descuentos, precautelando siempre los intereses de los inversionistas.

En caso de que se logre recaudar flujos u obtener recursos a través del descuento de cartera, la Fiduciaria destinará esos recursos para honrar los pasivos con inversionistas, a prorrata del saldo insoluto sobre los valores que corresponda a cada uno de ellos, y de acuerdo al siguiente orden: (i) intereses de mora, de haberlos; (ii) intereses corrientes de acuerdo a la tasa de interés; y, (iii) amortización de capital. Se deberá practicar el ajuste correspondiente de los intereses por el plazo por pago anticipado de capital de los valores, en la última cuota de pago de los valores, y de ser necesario, en la penúltima cuota y así sucesivamente.

PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Deficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financ.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTES

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento.

Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa

en el financiamiento del presupuesto del Estado. En el 2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

Se estima que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD 687 millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que



registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.

La balanza comercial no petrolera no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. **Las petroleras** suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variac 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehículos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

	2011	2012	Variacion2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Transf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS, ISFA, ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Gto Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.389	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un crecimiento de 72.6%, y deuda



externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, regulaciones que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30,239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26,644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20,471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y

mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones. Los principales factores que afectan el sector son: el crecimiento de los costos internos, el impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones), lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Las restricciones antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.



Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la Ley de Control de Poder de Mercado que ya está vigente.

La Ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio.

Elaboración: BWR, abril, 2013.

Corte de información: diciembre 2012.

Ecuador

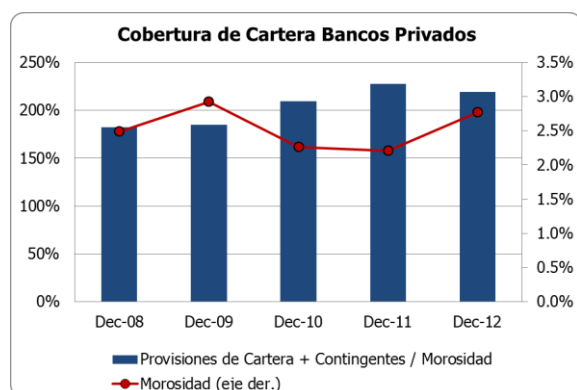
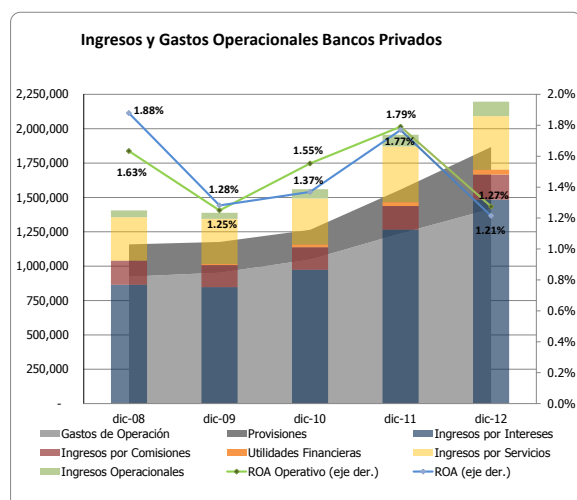
Entorno Bancos Privados

Resumen Financiero

USD Miles	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
ACTIVO	17,178,048	18,324,151	21,473,188	24,923,963	29,152,221
PATRIMONIO	1,699,781	1,869,668	2,084,142	2,496,941	2,771,777
RESULTADOS	283,282	217,611	260,902	393,527	314,270
ROA Operativo	1.6%	1.2%	1.6%	1.8%	1.3%
ROE Operativo	15.7%	11.9%	15.0%	17.4%	12.5%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros (SIBS)

Elaboración: BWR



Fuente: SIBS

Elaboración: BWR

Contacto:

Sebastián Baus

(593 2) 226 9767

sbaus@bwratings.com

Realizado: abril 2013

Información a: diciembre 2012

El año 2012 se caracterizó por varios cambios estructurales importantes que a través de regulaciones, afectaron principalmente la rentabilidad del Sistema. El 2013 será un año de retos significativos para los bancos; los resultados del 2013 evolucionarán de acuerdo a las estrategias de cada institución para contrarrestar el impacto de las nuevas normativas y sostener sus niveles de rentabilidad.

Consideramos que la capacidad de reacción difiere sustancialmente entre las diferentes entidades del Sistema. Las instituciones que presentan mayor fortaleza son aquellas que en los últimos años han realizado inversiones que les permiten ser más eficientes y las que tienen una estructura más diversificada de activos y pasivos.

La reducción del 20% en la utilidad del 2012 debe ser analizada tomando en cuenta que los resultados del 2011 y 2012 incluyen algunos rubros no recurrentes como consecuencia de la desinversión en empresas aseguradoras, casas de valores y fondos de inversión. Si se excluye parte del impacto de la desinversión el resultado continua siendo negativo, pero menos pronunciado.

En el 2012, el crecimiento anual de obligaciones con el público (18%) y cartera bruta (16%) se mantiene en niveles altos. Sin embargo, se observa una desaceleración en ambos rubros y, a diferencia de periodos anteriores, la variación de cartera es menor a la de obligaciones con el público. A futuro esperamos que esta tendencia se mantenga tomando en cuenta un menor crecimiento económico que desacelerará el aumento de depósitos y por ende de cartera.

A pesar de un crecimiento importante de cartera en riesgo (45%), la morosidad total del Sistema todavía es baja (2.77%). Consideramos que la tendencia creciente de morosidad continuará en el futuro, influenciada por el alto crecimiento de cartera en el segmento de consumo en el 2010, 2011 y primer semestre del 2012.

La cobertura de provisiones a cartera en riesgo del Sistema se ha presionado frente al 2011, pero se mantiene en niveles adecuados (cobertura de 2.5 veces). Es importante mencionar que la dispersión en los niveles de cobertura es alta entre las diferentes instituciones, existiendo varios bancos que no tienen provisiones suficientes para cubrir la cartera en riesgo.

La liquidez del Sistema tuvo una ligera mejora con respecto al 2011, sin embargo, es menor a la



observada en el periodo 2007-2010. A futuro los indicadores de liquidez variarán en función de las estrategias de fondeo y el nivel de crecimiento de cartera; no obstante, esperamos que se mantengan relativamente estables.

Debido a varias regulaciones se observa una mayor concentración de fondos mantenidos localmente. Una mayor proporción de la liquidez del Sistema se encuentra colocada en el Banco Central y en títulos emitidos por el Estado.

Los indicadores de capitalización desmejoran ligeramente en el 2012 pero continúan siendo adecuados. A futuro esperamos que la presión se mantenga debido a una disminución en la cantidad de ingresos disponibles para capitalizar, lo cual reducirá la capacidad de los bancos para afrontar un mayor deterioro de sus activos.

Si bien los indicadores del Sistema son adecuados, es importante comprender las diferencias entre instituciones. En general, las instituciones más pequeñas muestran menor capacidad de reacción con indicadores menos favorables.

ESTRUCTURA DE BALANCE

La **cartera productiva bruta** crece 15% anual (Δ USD 2,037MM), crecimiento menor al observado en las **obligaciones con el público** de 18% (Δ USD 3,431MM). En los últimos años, la estructura por tipo de cartera ha mostrado significativas variaciones influenciadas por los altos crecimientos en la **cartera de consumo**. Sin embargo en el 2012, especialmente a partir del segundo semestre, se observa una marcada desaceleración de este segmento, influenciado por diferentes regulaciones (limitación de los beneficios por emitir nuevas tarjetas de crédito, mayores requerimientos de provisión, limitaciones en la constitución de garantías, y consideración de créditos aprobados no desembolsados para el cálculo de patrimonio técnico).

La principal fuente de fondeo del Sistema continúan siendo los depósitos a la vista y a plazo, que en conjunto representan el 87% del pasivo. Los **depósitos a la vista** representan el 64% del total de pasivos mientras que los **depósitos a plazo** constituyen el 24%. Si bien se observa un crecimiento en la participación de depósitos con mayor plazo de vencimiento, es importante mencionar que los depósitos a plazo siguen mostrando **una alta concentración en plazos menores a 90 días** (62% del total de depósitos a plazo), presionando el calce de plazos entre activos y pasivos.

RENTABILIDAD

El Sistema ha buscado optimizar su activo productivo enfocándose en segmentos de crédito con mayor rentabilidad. Esto ha permitido un crecimiento anual del **Margen Bruto Financiero** del 16.2% alcanzando USD 1,702MM en 2012. La mayor generación de ingresos junto a un eficiente control de **gastos de operación** permitió mejorar la eficiencia del sistema frente a periodos anteriores. Sin embargo, nuevas regulaciones que limitan los ingresos por servicios y aumentan los costos por impuestos y aportes vuelven a presionar los indicadores de eficiencia. De esta manera los gastos operacionales sin provisiones, representan en el 2012 el 65% del ingreso operativo neto (63% en 2011). Por otra parte observamos que el **costo de fondeo tiende a aumentar**, en un ambiente de mayor competencia con una economía menos líquida.

El hecho de profundizar en segmentos con mayor rentabilidad (más riesgosos), también generó un **aumento en los requerimientos de provisiones**. En 2012 las provisiones absorben cerca del 58% del margen operativo neto (MON) antes de provisiones, mientras que en el 2011 absorbía el 45%. El MON antes de provisiones tiene un crecimiento de 9% anual, porcentaje inferior al alto requerimiento de gasto de provisiones (crecimiento anual de 41%), lo cual genera una **disminución del MON** de 17%, que termina en USD 330MM. Esto significa cerca de USD 70MM menos que el año anterior. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **resultado del ejercicio muestra un decrecimiento** del 20% anual, alcanzando USD 315MM. Esto presionó la rentabilidad operativa sobre capital y activos hasta 12.5% y 1.3% respectivamente (2011: ROE Operativo 17.4% y ROA Operativo 1.8%). A futuro se podría esperar una mayor **presión del MON, por el impacto** de los nuevos impuestos y un menor crecimiento del negocio. La utilidad neta del sistema en el 2012 estuvo influenciada por la venta de aseguradoras, fondos de inversión y casas de valores pertenecientes a los bancos, conforme establece la **Ley de Control y Poder de Mercado**, lo que no se repetirá en este año. Consideramos que los indicadores de rentabilidad para el 2013 continuarán presionándose y serán menores a los actuales.

CALIDAD DE CARTERA

Si bien los niveles de **morosidad de cartera** en el sistema de bancos privados son adecuados, la **cartera en riesgo** está creciendo a niveles sustancialmente superiores a la cartera productiva y a las provisiones. Esto genera que indicadores de morosidad aumenten y que las **coberturas con**



provisiones se reduzcan. En el 2012 la morosidad fue de 2.8% frente a 2.2% del 2011. Dicha morosidad está influenciada por el segmento de consumo y microcrédito que es donde se evidencia mayor deterioro de la cartera. A futuro, el indicador de **morosidad** estará presionado por el enfoque hacia sectores históricamente con mayor riesgo, un **mayor endeudamiento en general**, y un menor desempeño económico.

A la fecha, las provisiones promedio del sistema son apropiadas con **coberturas sobre cartera** en riesgo sobre 2.5 veces. Sin embargo, la tendencia de este indicador es a contraerse a pesar de observarse una constitución de provisiones más agresiva. Si bien algunas regulaciones fomentan un mayor nivel de provisiones, otras regulaciones afectan la rentabilidad de las instituciones, limitando la capacidad de constituir nuevas provisiones, por lo que a futuro consideramos que **en promedio se observarán niveles menos holgados de coberturas.**

CAPITALIZACION

A pesar de los altos crecimientos en cartera en los últimos años, los indicadores de **patrimonio técnico** y **capital libre** se han mantenido relativamente estables. A futuro preocupa que menores niveles de utilidad se traduzcan en menores niveles de capitalización, considerando que la utilidad históricamente ha sido la principal fuente de crecimiento patrimonial de los bancos. Estos indicadores variarán de acuerdo a la capacidad individual de las instituciones de generar rentabilidad y a la **política de dividendos** de cada institución. En un entorno de mayor endeudamiento y una economía menos expansiva, la capitalización de utilidades será un elemento clave que determinará la estabilidad o no de los indicadores de solvencia.

LIQUIDEZ

Nuestro análisis de liquidez está limitado por falta de acceso a la información detallada de la posición de cada una de las instituciones participantes, lo que determina que al revisar los datos en promedio pudieran generarse opiniones generales que no necesariamente aplican a las instituciones en particular. Sin embargo, algunos indicadores usuales muestran que históricamente los **índices de liquidez** del Sistema han sido conservadoramente altos como una manera de precaución por parte de las instituciones, al no existir un prestamista de última instancia.

En 2012, los indicadores de liquidez se mantienen estables; recordemos que los depósitos del público crecieron en mayor proporción que los activos. Por

otra parte, observamos un **cambio importante en la calidad y estructura de liquidez del Sistema influenciado por varias regulaciones.** Dichas regulaciones obligan al Sistema a mantener una mayor proporción de liquidez localmente y en instituciones públicas. De esta manera, si observamos el crecimiento en la cuenta de encaje, inversiones en el estado o entidades públicas y el fondo de liquidez, vemos un crecimiento de USD 1,220MM del 2011 al 2012. A futuro, esta tendencia aumentará paulatinamente de acuerdo a la regulación.

RIESGO SISTEMICO

A partir de la crisis de 1999, el sistema financiero ecuatoriano se ha fortalecido como un todo, sin embargo, el hecho de estar formado por múltiples instituciones (26 bancos) hace que la **desviación estándar de los indicadores individuales sea alta.** Esto quiere decir que las instituciones con mayores fortalezas difieren sustancialmente de las instituciones con mayores debilidades. Si bien varias de las regulaciones fueron impulsadas para un mejor control de riesgo, estas tienen un impacto diferente en cada una de las instituciones.

En marzo 2013 la Superintendencia de Bancos declara en **liquidación forzosa al Banco Territorial**, siendo la primera institución que utilizará la cobertura del COSEDE. Si bien consideramos que el caso de Banco Territorial es específico y que era una entidad debilitada desde varios años atrás (capital libre negativo desde hace más de cinco años y en plan de regularización dictaminado por la SBS en el 2010), en 2012 se observa que cinco instituciones (excluyendo B. Territorial) mantienen un MON (margen operacional neto) negativa o menor a USD 15,000. Por otra parte, los seis mayores bancos (incluyendo Pacífico) representan cerca del 80% de la utilidad total del sistema. Si bien se mencionó una baja morosidad del promedio del sistema (2.77%), la desviación estándar de la morosidad entre todas las instituciones (excluyendo B. Territorial) es de 5.4% con una morosidad máxima de 28%. Por su parte existen 10 instituciones (excluyendo B. Territorial) que tienen una cobertura con provisiones a cartera en riesgo menor a uno.

El no tener un **prestamista de última instancia** formal, limita la capacidad de las entidades financieras de recuperarse en caso de necesitarlo. Si bien se ha creado el Fondo de Liquidez del Sistema Financiero Ecuatoriano para solventar problemas temporales de liquidez, la eficacia de este no ha sido probada aun. La corta historia del Fondo, no permite realizar un análisis sobre su capacidad de dar soporte al sistema en un escenario de crisis. Además, la **baja participación de**



mercado de bancos extranjeros dentro del sistema, limita el soporte que podría recibirse de fuentes externas en eventos de estrés.

La **débil estructura institucional** ha demostrado que la jurisdicción ecuatoriana no es lo suficientemente ágil en casos de liquidación o quiebra, lo que genera procesos largos y complejos que limitan la capacidad de recupero de los clientes afectados.